



**谨慎
买入**

15% ↑

目标价格: 人民币 8.40

原目标价格: 人民币 6.75

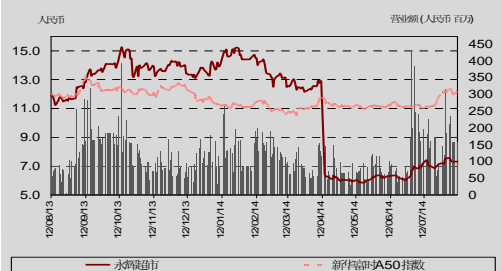
601933.CH

价格: 人民币 7.31

目标价格基础: 35倍 2014年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(45.0)	5.9	21.2	(40.4)
相对新华富时 A50 指数	(48.2)	(2.8)	11.9	(45.6)

发行股数(百万)	3,254.44
流通股(%)	94.38
流通股市值(人民币 百万)	22,453
3个月日均交易额(人民币 百万)	121
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
张轩松	24.68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 11 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

永辉超市

非公开增发获 56.92 亿现金, 为未来激进扩张提供充足的资金保证

公司公告拟向 The Dairy Farm Company (牛奶有限公司) 非公开发行 A 股, 发行价格为 7.0 元/股 (停牌前收盘价为 7.31 元/股), 发行数量为 813,100,468 股, 占发行后公司股本总数的 19.99%。发行股票的锁定期为 36 个月。本次非公开发行的价款总额约为 56.92 亿元, 牛奶有限公司将以人民币现金支付。按增发后股本, 调整公司 14-16 年每股收益预测至 0.24、0.31 和 0.35 元, 以 13 年为基期未来三年复合增长率 25.9%, 上调目标价至 8.40 元, 对应 14 年 35 倍市盈率。公司非公开增发短期对每股收益有所摊薄, 但中长期而言, 充沛的现金流将对公司未来的激进扩张和收购兼并提供充足的资金保证。同时境外战略投资者丰富的零售经营经验也将强化公司的全球采购和供应链管控等能力。维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **引入境外先进零售战略投资者, 拓宽国际化经营思路, 降低公司全球采购成本:** 公司本次发行拟引入的境外战略投资者牛奶有限公司系牛奶国际的全资孙公司。牛奶国际是一家领先的泛亚零售企业, 截至 2013 年 12 月 31 日经营着超过 5,800 家店铺, 包括超市、大卖场、便利店、药店、家居用品店及饭店, 2013 年的年销售额超过 120 亿美元, 拥有先进的零售经营、公司治理及内控管理等方面的经验。而公司借产牛奶国际的股权投资、为纽带, 未来将加强其在全球采购、自有品牌产品开发、高端超市、信息技术与电子商务的业务, 进一步降低公司的采购成本, 增强供应链管控能力、提高业务运营管理能力, 拓宽国际化管理和经营思路。
- **募集资金全部用于补充流动资金, 行业低谷激进扩张有助于奠定龙头地位:** 截至 2013 年, 公司已开业门店数量达到 288 家, 已签约未开业门店数量达到 140 家, 根据公司的未来发展目标, 公司计划未来三年年均新开店 60 家以上。同时, 除了自身快速的扩张门店以外, 公司未来计划通过兼并收购的方式进一步扩大规模, 提高区域市场的市场份额。目前公司已持有中百集团(000759.CH/人民币 8.09, 谨慎买入) 15% 股份, 并且未来不排除继续增持其股份的可能性 (因此我们继续提示中百集团未来被继续增持的交易性机会)。我们认为本次非公开增发 56.92 亿元的全额现金价款将使公司获得充沛的现金流, 为公司未来的强势扩张提供充足的资金保证, 行业低谷时期的激进扩张兼并, 将进一步奠定公司在超市行业的龙头地位。此外, 公司的财务费用率 (2013 年为 0.27%) 未来也将有所降低。
- **非公开发行后, 张轩松、张轩宁持股比例由 39.92% 下降至 31.94%, 仍未实际控制人:** 本次非公开发行前, 张轩松、张轩宁二人合计持有公司 39.92% 的股权, 发行完成后, 张轩松、张轩宁二人合计直接持有公司的股份比例为 31.94%, 其作为公司控股股东及实际控制人的地位没有改变。但考虑到新股东的比例 20%, 未来管理决策权或将受到 dairy farm 公司的影响和牵制。

评级面临的主要风险

- 扩张后管理能力低于预期, 未来持续融资的可能性。

估值

- 按增发后股本, 我们调整公司 2014-16 年每股收益预测分别至 0.24、0.31 和 0.35 元 (之前分别为 0.27、0.31、0.37 元), 以 2013 年为基期未来三年复合增长率 25.9%, 将目标价由 6.75 元上调至 8.40 元, 对应 14 年 35 倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	24,684	30,543	39,357	47,868	57,442
变动(%)	39.2	23.7	28.9	21.6	20.0
净利润(人民币 百万)	502	721	983	1,258	1,437
全面摊薄每股收益(人民币)	0.960	0.443	0.242	0.309	0.353
变动(%)	7.5	43.5	36.5	27.9	14.2
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.270	0.310	0.370
调整幅度(%)	-	-	(10.5)	(0.2)	(4.5)
核心每股收益(人民币)	0.960	0.443	0.242	0.309	0.353
变动(%)	7.5	43.5	36.5	27.9	14.2
全面摊薄市盈率(倍)	6.5	14.0	25.6	20.0	17.6
核心市盈率(倍)	6.5	14.0	25.6	20.0	17.6
每股现金流量(人民币)	2.39	1.09	(0.68)	0.24	0.20
价格/每股现金流量(倍)	2.6	5.7	(9.1)	25.7	31.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	10.8	19.8	15.4	13.4
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.073	0.093	0.106
股息率(%)	4.8	3.2	1.2	1.5	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	24,684	30,543	39,357	47,868	57,442
销售成本	(19,859)	(24,682)	(31,742)	(38,555)	(46,240)
经营费用	(4,109)	(4,978)	(6,453)	(7,755)	(9,306)
息税折旧前利润	1,036	1,410	1,292	1,746	2,073
折旧及摊销	468	609	119	207	296
经营利润(息税前利润)	568	801	1,173	1,539	1,777
净利息收入/(费用)	(112)	(48)	11	(19)	(118)
税前利润	664	945	1,313	1,679	1,917
所得税	(161)	(224)	(328)	(420)	(479)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	502	721	983	1,258	1,437
核心净利润	502	721	983	1,258	1,437
每股收益(人民币)	0.960	0.443	0.242	0.309	0.353
核心每股收益(人民币)	0.960	0.443	0.242	0.309	0.353
每股股息(人民币)	0.300	0.200	0.073	0.093	0.106
收入增长(%)	39.2	23.7	28.9	21.6	20.0
息税前利润增长(%)	n.a.	36.1	(8.4)	35.2	18.8
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	41.1	46.3	31.2	15.5
每股收益增长(%)	n.a.	(53.9)	(45.4)	27.9	14.2
核心每股收益增长(%)	n.a.	(53.9)	(45.4)	27.9	14.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	664	945	1,313	1,679	1,917
折旧与摊销	468	609	119	207	296
净利息费用	(138)	(58)	11	(19)	(118)
运营资本变动	130	(566)	(5,062)	(4,232)	(3,589)
税金	(161)	(224)	(328)	(420)	(479)
其他经营现金流	286	498	528	2,890	1,582
经营活动产生的现金流	1,832	1,769	(2,785)	982	805
购买固定资产净值	0	0	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	13	23	0	0	0
其他投资现金流	(1,158)	(1,355)	(41)	0	0
投资活动产生的现金流	(1,144)	(1,333)	(2,041)	(2,000)	(2,000)
净增权益	0	0	5,692	0	0
净增债务	(105)	43	0	0	0
支付股息	(154)	(230)	(325)	(295)	(378)
其他融资现金流	(515)	324	(480)	1,758	2,170
融资活动产生的现金流	(886)	88	4,897	1,444	1,674
现金变动	(198)	524	71	426	479
期初现金	1,399	1,896	1,968	2,393	2,872
公司自由现金流	711	446	(4,824)	(1,018)	(1,195)
权益自由现金流	471	431	(4,815)	(1,038)	(1,314)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,399	1,896	1,968	2,393	2,872
应收帐款	178	98	236	287	345
库存	2,872	3,349	4,746	5,768	6,921
其他流动资产	3,405	4,151	6,176	7,234	8,836
流动资产总计	6,277	7,499	10,922	13,003	15,757
固定资产	2,068	2,357	4,035	5,656	7,212
无形资产	523	581	552	524	498
其他长期资产	2,039	2,536	2,740	2,940	3,115
长期资产总计	4,630	5,473	7,327	9,120	10,824
总资产	10,907	12,973	18,249	22,122	26,581
应付帐款	3,315	3,990	3,174	3,856	4,624
短期债务	700	833	388	2,146	4,316
其他流动负债	2,393	2,111	2,298	2,768	3,228
流动负债总计	6,408	6,934	5,860	8,770	12,168
长期借款	0	43	43	43	43
其他长期负债	77	81	80	80	80
股本	768	1,627	4,068	4,068	4,068
储备	3,649	4,283	8,192	9,155	10,214
股东权益	4,417	5,910	12,260	13,222	14,282
少数股东权益	1	1	1	1	1
总负债及权益	10,907	12,973	18,249	22,122	26,581
每股帐面价值(人民币)	5.75	3.63	3.01	3.25	3.51
每股有形资产(人民币)	5.07	3.28	2.88	3.12	3.39
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.51)	(0.68)	(0.93)	(0.21)	0.41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	4.9	3.3	3.7	3.8
息税前利润率(%)	2.9	2.9	3.0	3.3	3.3
税前利润率(%)	2.7	3.1	3.3	3.5	3.3
净利率(%)	2.0	2.4	2.5	2.6	2.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.9	1.5	1.3
利息覆盖率(倍)	6.4	18.3	(107.6)	81.1	16.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	10.4
速动比率(倍)	0.5	0.6	1.1	0.8	0.7
估值					
市盈率(倍)	6.5	14.0	25.6	20.0	17.6
核心业务市盈率(倍)	6.5	14.0	25.6	20.0	17.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.3	31.1	56.9	44.5	38.9
市净率(倍)	5.7	4.3	2.1	1.9	1.8
价格/现金流(倍)	2.6	5.7	-9.1	25.7	31.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	10.8	19.8	15.4	13.4
周转率					
存货周转天数	42.5	40.0	44.0	44.0	44.0
应收帐款周转天数	2.6	1.2	2.2	2.2	2.2
应付帐款周转天数	60.9	59.0	36.5	36.5	36.5
回报率					
股息支付率(%)	45.8	45.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	11.4	12.2	8.0	9.5	10.1
资产收益率(%)	4.6	5.6	5.4	5.7	5.4
已运用资本收益率(%)	10.3	9.7	6.9	7.6	7.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371